



إدارة البحوث

British K. Devassy, CFA

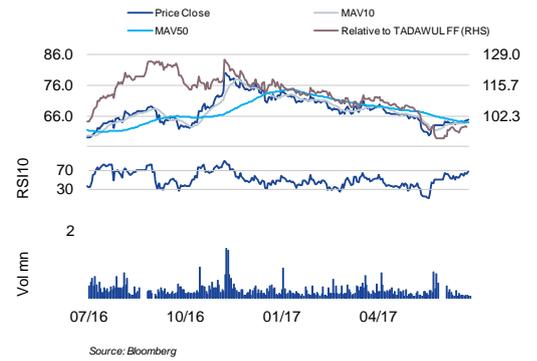
Tel +966 11 2119370, devassy@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 59.0
السعر الحالي 63.10
7- % أعلى من الحالي بتاريخ 25/7/2017

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2016	2017e	2018e
Revenue	2855.9	2725.7	3140.7
y-o-y	-19.5%	-4.6%	15.2%
Gross Profit	1346.5	1248.9	1601.6
margin	47.1%	45.8%	51.0%
Net income	1034.4	1021.7	1357.7
y-o-y	-51.4%	-1.2%	32.9%
net margin	36.2%	37.5%	43.2%
(SAR)			
EPS	2.5	2.5	3.3
DPS	2.5	2.5	3.3
Payout ratio	101%	102%	100%
P/E (Curr)		25.7x	19.3x
P/E (Target)		23.6x	18.1x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة الأسمدة السعودية (سافكو)

تصنيف محايد : نتائج ضعيفة للربع الثاني : سعر السهم يصل لأدنى مستوياته – السهم يبدو جذابا إذا انخفض أكثر في النصف الثاني

أدت مجموعة من العوامل التي شملت ، أسعار اليوريا الضعيفة (-20% على أساس ربعي) ، تأثير التكلفة العالية بسبب اغلاق مصنع سافكو 3 ، وانخفاض ربح الاستثمار من ابن البيطار ، الى خفض أرباح الربع الثاني بنسبة 52% على أساس ربعي لتصل الى 204.3 مليون ريال. ويبلغ متوسط سعر اليوريا حاليا 183 دولارا للطن، وهو أدنى مستوى لسعر هذا المنتج في عقد من الزمن. اننا لا نتوقع حدوث ارتفاع كبير في سعر اليوريا في المدى القريب (انخفض متوسط السعر بالفعل بنسبة 9% تقريبا على أساس ربعي للربع الثالث حتى تاريخه). من جانب اخر ، فإننا نعتقد أيضا أنه ليس هناك احتمال لحدوث انخفاض كبير في سعر السهم من مستواه الحالي. ووفقا لتقديرنا، ربما تظل أرباح الربعين الثالث والرابع بدون تغيير (مقارنة بالربع الثاني) نظرا لأن هناك عمليات اغلاق مخطط لها لمصانع الشركة ، كما أن أسعار اليوريا ربما تظل ضعيفة. وكان سعرنا المستهدف لسهم سافكو يتراوح بين 60-62 ريال للسهم منذ بداية العام عندما كان السهم يتداول فوق 75 ريالا للسهم ، وقد انخفض السهم تدريجيا ليصل سعره الى 63 ريالا. وبعد نتائج الربع الثاني ، قمنا بخفض سعرنا المستهدف للسهم الى 59 ريال (كما عدلنا تصنيفنا من ايجابي الى محايد متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في السهم) ، مما يعني ضمنا احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 7% من مستواه الحالي. إننا نعتقد أن السهم قد يشهد مزيدا من الانخفاض في النصف الثاني ، مما يوفر فرصا أفضل لشرائه للاستفادة من ميزة ارتفاع أسعار اليوريا وارتفاع أرباح السهم الموزعة. وبالنسبة للوقت الراهن ، فإننا نتوقع أن يبلغ ربح السهم الموزع 2.5 ريال لعام 2017 (بعائد يبلغ 4%) و3 ريال لعام 2018 (بعائد يبلغ 5.2%). ويتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 22.5 مرة تقريبا بناء على ربح السهم المستقبلي التقديري لفترة 12 شهرا (مكرر ربح يبلغ 19.3 مرة لعام 2018).

- **أهم مؤشرات الربع الثاني :** أ) انخفضت إيرادات الربع الثاني بنسبة 20% تقريبا على أساس سنوي لتصل الى 679.5 مليون ريال ، ويعزى ذلك أساسا الى أسعار اليوريا الضعيفة وحجم المبيعات المنخفض نتيجة للإغلاق المحتمل لمصنع سافكو 3 ، (وب) أوضح تقرير مجلس ادارة الشركة لعام 2016 ، أن الشركة سوف تغلق مصنع سافكو 3 لفترة 20 يوما خلال النصف الأول من 2017 لأغراض الصيانة ، ويبدو أن ذلك قد حدث في الربع الثاني. ومع ذلك ، فإن البيع من المخزونات الحالية كان يمكن أن يحدث انخفاضا محدودا في حجم المبيعات ، (ج) رغما عن الانخفاض بنسبة 20% فقط في الإيرادات ، فقد انخفض الربح الاجمالي للربع الثاني بنسبة 41% على أساس ربعي ، متأثرا بالتكلفة العالية نتيجة لإغلاق المصنع ومن شأن ذلك أن يكون قد أدى الى ارتفاع تكلفة الانتاج للطن الواحد، (د) انخفضت مساهمة ابن البيطار في الربع الثاني ، ومن المرجح أن يعزى ذلك الى أسعار اليوريا المنخفضة. واجمالا ، فقد أدت الإيرادات المنخفضة ، وتكاليف التشغيل المرتفعة ، الى جانب ربح الاستثمار المنخفض من شركة ابن البيطار ، الى انخفاض صافي الربح بنسبة 52% على أساس ربعي ليصل الى 204 مليون ريال في الربع الثاني ، وكان بذلك منخفضا عن تقديرنا التي بلغت 241 مليون ريال (متوسط تقديرات المحللين : 285 مليون ريال).

- **لماذا يتوقع أن يكون سعر اليوريا وفرق سعر المنتج منخفضا في النصف الثاني 2017:** نظرا لأن أكثر من نسبة 90% من إيرادات سافكو تتحقق من اليوريا ، فقد ظل سعر سهم سافكو يتتبع بشكل وثيق تقريبا فروقات أسعار المنتج في الماضي (الشكل 1). اننا نتوقع أنه من المحتمل أن ينخفض الفرق بين سعر المنتج والقيم (أي ، في المقام الأول اليوريا ناقصا الميثان) ، على أساس ربعي بسبب أسعار اليوريا المنخفضة في هذا العام ، بينما ستظل تكلفة اللقيم الرئيسي للشركة ، أي الميثان ، ثابتة. وتعتبر أسعار اليوريا في الوقت الراهن (183 دولار /الطن) هي الأقل منذ عقد من الزمان ، متأثرة باختلال التوازن بين العرض والطلب بسبب الطاقات الانتاجية الجديدة المضافة وانخفاض معدلات استغلال الطاقة الانتاجية للمصنع (الشكل 3). ووفقا لبعض مصادر هذه الصناعة ، من المحتمل أن ترتفع الطاقة الانتاجية لليوريا على المستوى العالمي بنسبة 5% و2.3% على أساس سنوي في عامي 2017 و 2018 ، على التوالي.، بينما يتوقع أن ينمو الطلب الكلي لليوريا بنسبة 2.5% خلال نفس الفترة ، مما يشير الى أن حالة وفرة المعروض الحالية من اليوريا ، ربما تنخفض بشكل طفيف فقط في 2018. ونتيجة لذلك ، فإننا نتوقع أن تظل أسعار اليوريا ضعيفة في 2017 ، ولكن من المحتمل أن ترتفع في 2018 ، نظرا لأن النمو المرتفع للطلب يمكن أن يوازن الزيادة في العرض في العام القادم (الشكل 2).



شكل 1 : مقارنة سعر سهم سافكو الى المتوسط المجمع لفروقات اسعار المنتجات



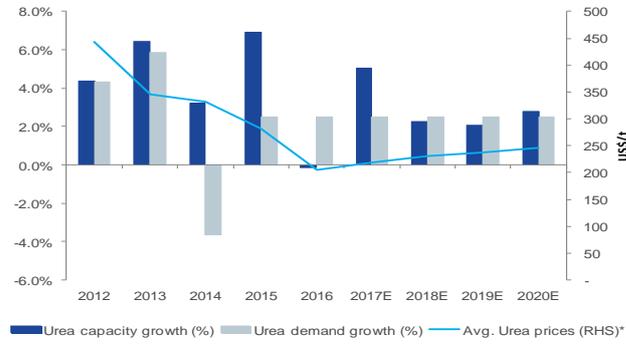
المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية، بلومبرج

شكل 3: من المتوقع استمرار فائض المعروض لليوريا



المصدر: فريت ماركيتس، بلومبرج، الراجحي المالية.

شكل 2: قد يتحسن نمو طلب اليوريا من 2018



المصدر: فريت ماركيتس، بلومبرج، الراجحي المالية*توقعاتنا لاسعار اليوريا

- لا يتوقع حدوث ارتفاع في الربع الثالث أيضا: اننا نعتقد أن أرباح سافكو يمكن أن تظل منخفضة على أساس ربعي في الربع الثالث بسبب أسعار اليوريا الضعيفة، مقرونة بأحجام المبيعات المنخفضة، على إثر الإغلاق المخطط له لمصنعي سافكو 4 (لفترة 84 يوما) و 5 (25 يوما) في النصف الثاني 2017. وبينما لم يتم الإعلان عن تواريخ الإغلاق، فقد افترضنا أن مصنع سافكو 5 سوف يتوقف عن الإنتاج في الربع الثالث. أما إغلاق مصنع سافكو 4، فربما يحدث خلال الربع الثالث أو الرابع.

شكل 4 : ملخص الاداء المالي لشركة سافكو في الربع الثاني 2017

(SAR mn)	Q2 2016	Q1 2017	Q2 2017	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	709.9	846.6	679.5	-4.3%	-19.7%	553.0
Gross profit	329.5	493.4	288.7	-12.4%	-41.5%	304.0
Gross profit margin	46.4%	58.3%	42.5%			55.0%
Operating profit	261.3	394.6	187.4	-28.3%	-52.5%	219.0
Net profit	302.3	423.4	204.3	-32.4%	-51.7%	241.0

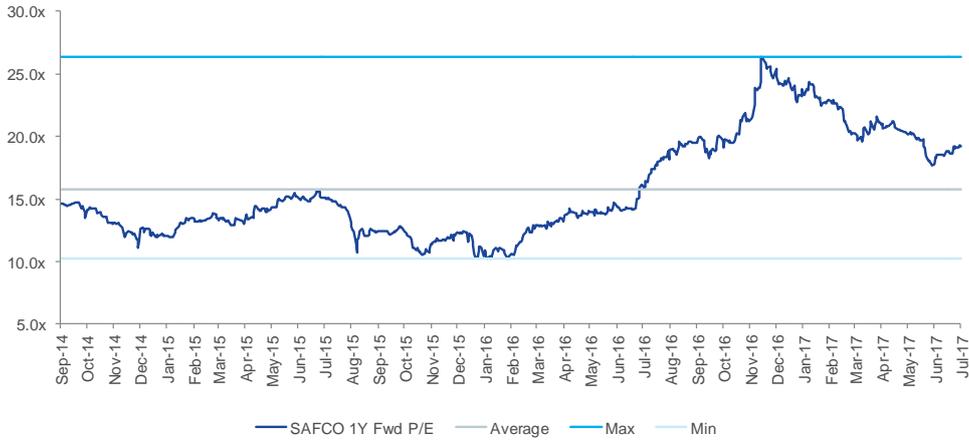
المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

- التقييم: قمنا بتعديل وخفض سعرنا المستهدف لسهم سافكو الى 59 ريال للسهم، على أساس طريقة تقييم تميز بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم، وطريقة التقييم النسبي (مكرر الربح الذي يبلغ 18 مرة، أعلى من المتوسط التاريخي) نظرا لأن نمو ربح السهم من المتوقع أن يرتفع من قاعدة مقارنة منخفضة، كما أن أسعار اليوريا هي الآن في أدنى مستوياتها). بيد أننا قد عدلنا تصنيفنا السابق المنخفض الى تصنيف محايد لشركة سافكو متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها بعد أن انخفض السهم بنسبة 8% منذ الربع الأول (-14% تقريبا للعام حتى تاريخه). ويتداول سهم سافكو حاليا عند مكرر ربح مستقبلي تقديري لاثني عشر شهر القادمة يبلغ 22.5 مرة مقابل 15.1 مرة (المتوسط لشركات الأسمدة العالمية النظيرة). وقد استخدمنا فقط شركات الأسمدة العالمية المماثلة، إذ أنه ليس صحيحا المقارنة بمكررات التقييم لشركات البتروكيماويات السعودية.



- **المخاطر:** ربما تنشأ المخاطر الرئيسية لارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا ، في حالة حدوث عمليات اغلاق رئيسية في مصانع اليوريا على المستوى العالمي، أو تأخير أو إيقاف انشاء مصانع جديدة لليوريا في العالم ، أو نتيجة لارتفاع حاد في الطلب قد يحدث بسبب تغير في الأنظمة في الدول الاسيوية (ضريبة الواردات في الصين ، تحديد حصص واردات اليوريا في الهند ، ..الخ) وهي عوامل ربما تؤدي كلها الى اختلال توازن الطلب –العرض لمصلحة الموردين. وترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم الأخرى ، بارتفاع توزيعات أرباح السهم ، الارتفاع في حصة الشركات الزميلة /التابعة ، مما قد يساعد في تحقيق بعض مستويات الكفاءة للشركة. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا ، فربما تحدث نتيجة لحدوث مزيد من الانخفاض في سعر اليوريا والاستحواد على شركات زميلة /تابعة بتقييمات مرتفعة.

شكل 5 : اتجاه مكرر الربح المستقبلي لسايفكو (سنة واحدة)



المصدر: الراجحي المالية، بلومبرج.



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض، كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو الممثلين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو المشتقات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدره لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 211 11 9449

بريد الإلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37